

债市信用风险

2021 年 1 月 1 日—3 月 31 日

中诚信国际

债券市场研究

信用风险整体可控，但释放压力仍存，关注三类信用风险

——2021 年一季度债市信用风险回顾与展望

主要观点

一、信用风险回顾：一季度受集团型企业风险爆发影响，信用风险加快释放

1. 信用风险继续释放，违约规模同比增加：2021 年一季度，共 69 支债券发生违约，违约规模 833.95 亿元，同比增加近 68%，新增违约主体 12 家；公募市场滚动违约率为 0.76%；
2. 行业分布相对集中：新增违约发行人主要以交通运输和房地产行业为主；
3. 违约原因多元化：新增违约发行人普遍面临行业经营环境或融资环境压力，导致经营业绩、融资能力受到不利影响，同时企业自身还存在业务扩张激进、债务规模高企、关联企业风险传染等问题。
4. 信用风险缓释工具运用更加频繁：一季度发行人与持有人达成展期协议的现象较去年同期进一步增加；
5. 违约后续处置进展缓慢：13 家公募违约主体有实质处置进展，处置方式涉及债务重组及破产重整。

二、负面评级行动回顾：负面评级行动同比明显增加，集团内部风险联动事件较多

1. 公募债券市场负面评级行动次数同比明显增加，主体评级下调 70 次，展望调整为负面 19 次、发行人被列入观察名单 15 次；
2. 评级下调行动涉及 34 家主体，较去年增加 15 家，多为发生债券实质违约或违约关联方等发行人；
3. 产业类行业一季度共有 31 家主体评级被下调，交通运输和房地产行业下调次数相对较多；金融机构有 3 家主体评级下调；
4. 从下调企业涉及区域来看，海南、广东、重庆分别有 8 家、4 家、3 家下调，其它省市下调主体数均不超过 2 家。

三、展望：年内债市信用风险释放压力仍存，关注三类信用风险

2021 年以来，虽然国内经济整体持续修复，但民营中小企业盈利能力恢复空间受限；叠加政策的逐渐常态化，实体经济融资难度或进一步增加。考虑到年内信用债到期压力依旧较大，需警惕信用收缩环境下信用风险的释放压力。但随着风险防范工作的逐步落实，信用风险对市场的影响整体可控。

需要关注以下三类信用风险点：

- (1) 关注产业类行业尾部弱资质企业债务偿付情况；
- (2) 关注弱区域、弱资质城投企业债务兑付情况以及被动破产风险；
- (3) 关注企业集团内部违约联动风险。

作者

中诚信国际研究院

姚姝冰 010-6642-8877-253
shbyao@ccxi.com.cn

谭 畅 010-6642-8877-264
chtan@ccxi.com.cn

余 璐 010-6642-8877-262
lyu@ccxi.com.cn

袁海霞 010-6642-8877-261
hxyuan@ccxi.com.cn

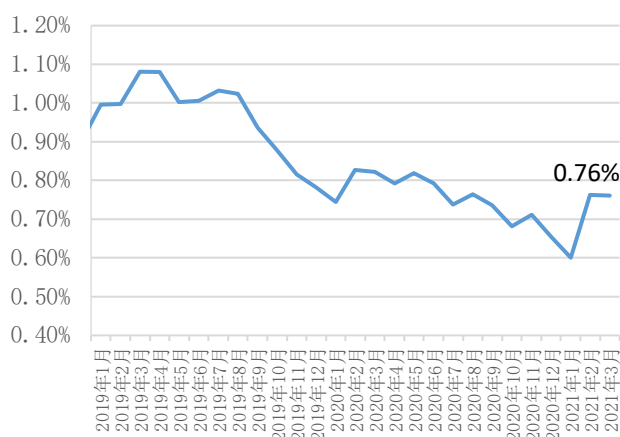
本报告发布日期

2021 年 4 月 26 日

VISIT...

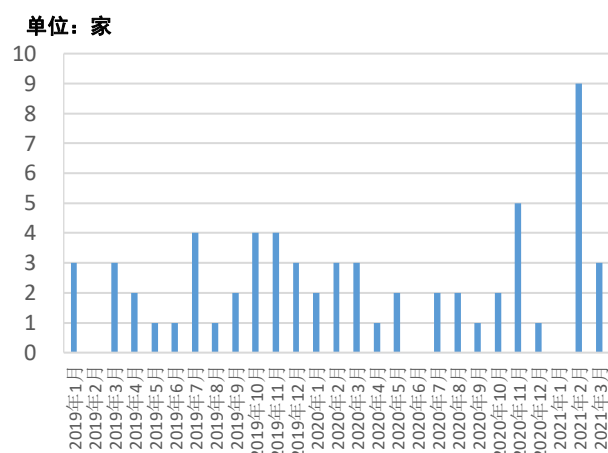
LANZAROTE
Caliente.COM

图 2: 月度滚动违约率 (按公募违约家数)



数据来源: 中诚信国际整理

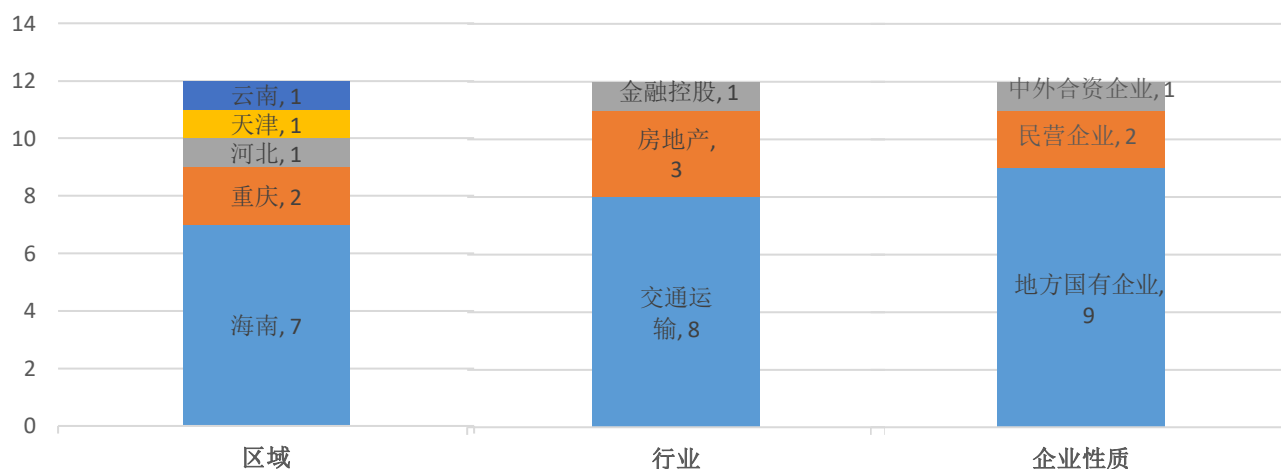
图 3: 债券市场每月新增违约企业数



数据来源: 中诚信国际整理

从新增违约发行人特点来看, 受海航集团多家企业大规模违约影响, 新增违约发行人企业性质以地方国有企业为主, 地域主要分布于海南省, 行业多集中于交通运输行业, 另有1家为海航集团旗下金融控股集团; 除“海航系”企业外, 另外两家违约主体为位于河北省和重庆市的房地产行业发行人。

图 4: 新增违约发行人区域、行业及企业性质分布情况



数据来源: 中诚信国际整理

从信用风险特征来看, 新增违约发行人所属行业普遍面临经营或融资压力, 导致经营业绩、融资能力受到不利影响, 内部和外部融资来源收紧; 从发行人自身而言, 新增违约主体存在业务扩张激进、债务规模高企、关联企业风险传染等共性特征。

外部环境影响因素方面, 违约发行人所属的交通运输及房地产行业均受到外部环境的负面影响。2020年以来受疫情影响, 交通运输行业需求端下滑, 其中航空运输需求严重受创, 航空旅客量呈现断崖式下跌。海航集团的航空、机场服务、物流等相关业务运营遭受严重冲击, 集团内部企业业务运营进一步承压。房地产行业在疫情影

响下销售增速明显受挫，再加上房地产行业融资新规的出台，房企外部融资渠道进一步受限。在此环境下，华夏幸福受地产调控政策影响，部分区域地产业务收入明显下滑，叠加重点布局的区域多为疫情较为严重的地方，盈利能力进一步下滑。

从企业内部影响因素来看，违约发行人主要存在两方面共性特征。一是前期业务激进扩张，且采取高负债经营模式。具体来看，海航集团为避免单一的行业发展模式，依托高杠杆、高负债的方式获得资金以开展多元化发展，并逐步由国内商业化金融化等多元化扩张向全球、全产业范围的控股、参股、兼并及收购扩张，且在扩张发展过程中债务规模逐步攀升，埋下债务风险隐患；华夏幸福于2017年将产业园区业务从京津冀地区扩张至长三角及其他等区域发展，且在扩张过程中同样伴随债务规模的大幅增加；协信远创则自2015年起大力投入产业地产，并开展多元化扩张发展战略，先后收购狮头股份和多利农庄，资金需求量加大推动企业杠杆率迅速攀升。**二是存在信用风险在集团企业内部传导的风险。**海航集团及子公司、关联企业众多，集团内部股权关系复杂，且存在频繁的关联方业务往来，也存在母公司占用流动资金等问题。海航集团的债务风险，通过多元化渠道传染至集团内部，最终“海航系”破产重整企业共涉321家。华夏幸福基业控股股份公司（简称“华夏控股”）为华夏幸福的控股母公司，受其债务违约事件影响华夏控股的主体评级也连续下调，表现出母子公司风险联动特征。

信用风险缓释工具方面，一季度发行人与持有人达成债券展期协议事件较去年同期进一步增加。据中诚信国际统计，2021年一季度共有7家发行人对14支债券兑付进行了展期，是去年同期的2.5倍，已确认展期本金及利息规模合计达到62.84亿元。而在已知展期规模及展期期限的债券中有占比将近50%、合计规模约133.94亿元的债券将于未来三个季度内到期，短期内仍存在信用风险延迟暴露的可能。

违约后续处置进展方面，2021年一季度公募市场上有13家违约主体发生实质性处置进展。具体来看，截至一季度末，亿阳集团通过现金支付和债转股的方式全额兑付完成4支，尚有2支私募债券未完成兑付，待偿还规模为8.08亿元；山东山水根据债务重组和解协议在一季度偿付24.09亿元，剩余待偿还规模9.54亿元。海航集团及其子公司的破产重整被法院受理，正处于破产重整程序中。截至一季度末，债券市场累计违约规模为5148.69亿元，涉及发行人200家，根据公开信息，已偿付的违约金额共计450.7亿元，占比不到9%。从公募违约债券兑付情况来看，全市场累计公募债券违约378支，其中完成处置的仅有94支，占比约25%，已完成兑付债券的本金平均回收率为89.5%，违约债券后续处置进展依旧缓慢。

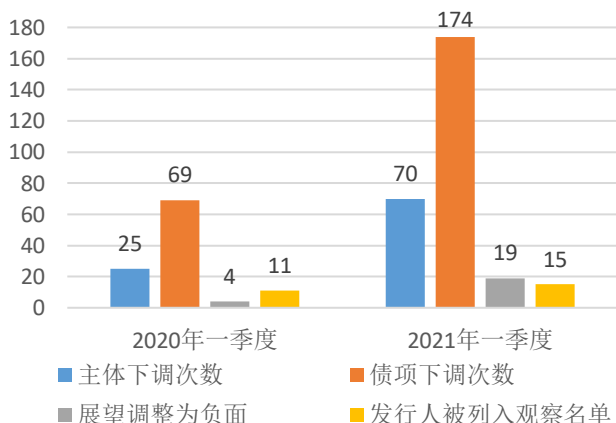
2021年一季度信用风险较2020年末有所抬升。一季度共有69支债券发生违约，规模共计833.95亿元，涉及违约主体28家，其中首次违约发行人12家。新增违约发行人

行业分布以交通运输行业和房地产行业为主；区域分布主要集中在海南省。新增违约发行人普遍面临行业经营环境或融资环境压力，导致经营业绩、融资能力受到不利影响，同时企业自身还存在业务扩张激进、债务规模高企、关联企业风险传染等问题。从信用风险的缓释方式来看，债券展期事件较2020年同期有所增加，未来仍需关注信用风险延迟暴露的可能性。违约后续处置进展方面，一季度公募市场有13家违约主体后续处置有实质性进展，违约后续处置进展总体依旧缓慢。

二、评级调整：负面评级行动同比明显增加，集团内部风险联动事件较多

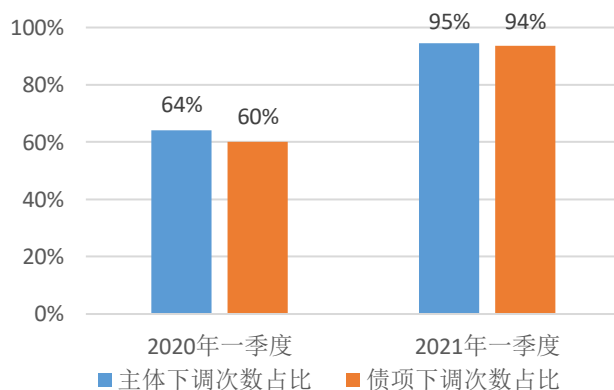
2021年一季度，受信用风险以集团形式爆发并在企业内部传导的影响，公募债券市场负面评级行动次数同比明显增加，其中主体评级下调70次、债项评级下调174次，较去年同期增幅超过150%；主体展望调整为负面19次、发行人被列入观察名单15次，同比分别增加15次和4次。从负面评级行动的占比来看，主体和债项下调次数占评级调整行动的比例均较去年同期大幅提升。

图 5：负面评级调整行动次数同比大幅增加



数据来源：中诚信国际整理

图 6：主体、债项下调行动占比明显提升

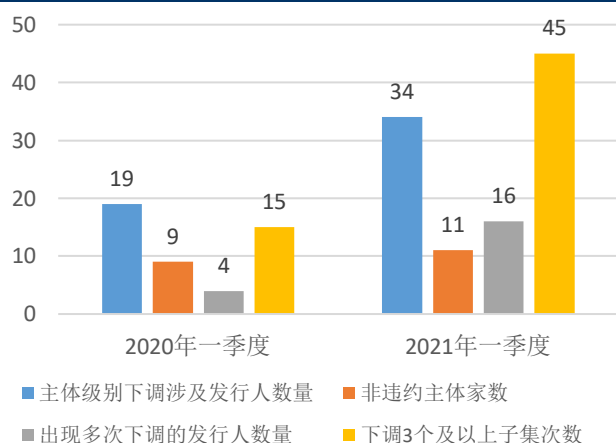


数据来源：中诚信国际整理

2021年一季度，评级下调行动所涉及主体共计有34家，同比增加15家。其中多次被下调评级的主体共16家；单次下调3个及以上子集的调整涉及发行人22家，调整次数共计45次，较去年大幅增加30次。多次被下调级别和跨级别下调涉及的发行人大部分为已发生债券实质违约发行人或其关联企业，其他发行人调整原因涉及发生债务逾期事件、即将面临债务到期或回售且偿付资金来源尚存不确定等。此外，在一季度级别下调主体中非违约发行人共有11家，较去年同期增加2家。

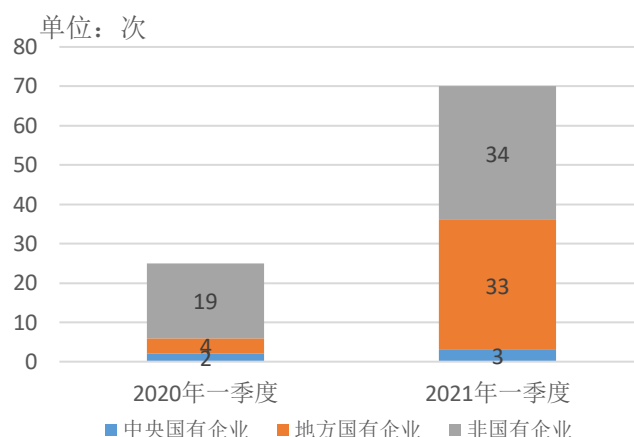
从企业性质来看，各类企业下调行动均有明显增加，其中地方国有企业下调次数大幅增加主要受海航集团及其子公司破产重整影响，地方国企所有下调评级行动数量中“海航系”企业下调次数占比达到90%。

图 7: 涉及发行人数量增多、连续下调数量增加



数据来源: 中诚信国际整理

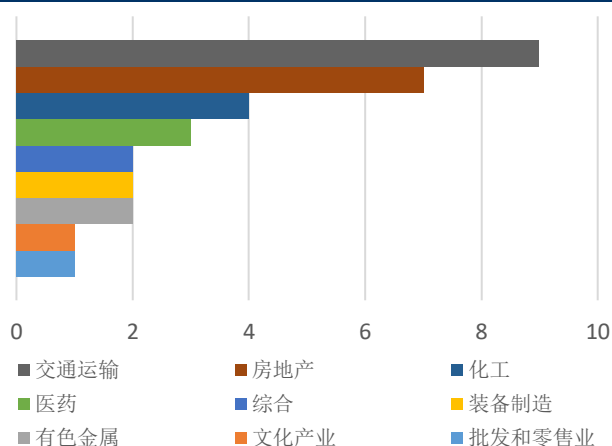
图 8: 地方国有企业下调行动次数大幅增加



数据来源: 中诚信国际整理

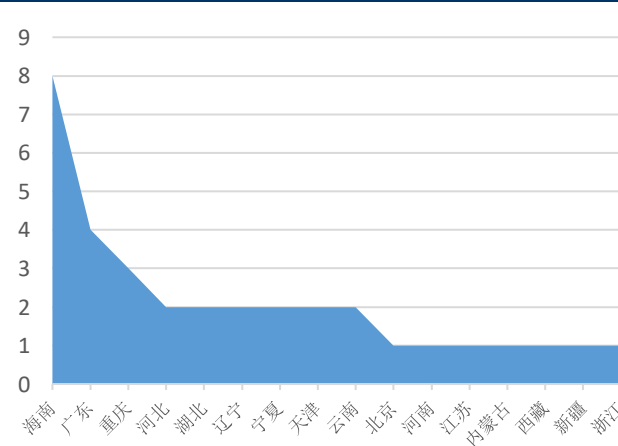
从行业分布来看, 产业类行业主体评级调整次数仍相对较多。一季度产业类行业有1家主体上调、31家主体下调。主体下调的发行人共涉及9类行业, 其中交通运输行业和房地产行业分别涉及9家和7家主体, 是主体下调数量相对较多的行业, 交通运输行业下调主体多为“海航系”企业, 房地产行业下调主体多为违约主体或其关联企业。产业类行业主体评级下调的原因除控股股东破产重整、违约发行人关联企业发生风险事件之外, 还有部分主体因受疫情影响预计业绩亏损、公司治理存在缺陷、存在控股股东股权转让问题、发生债务逾期或展期、代偿等风险事件等被下调等级。基础设施投融资行业方面, 一季度有3家城投企业主体评级上调, 无负面评级行动。金融机构方面, 有3家主体评级被下调, 无正面评级行动。其中2家金融机构为已违约主体旗下控股的融资租赁公司, 受控股股东违约事件对公司经营及融资环境产生负面影响, 偿债能力明显存在不确定性, 进而导致等级被下调; 另外1家为“海航系”金融控股公司。

图 9: 产业类主体下调涉及行业



数据来源: 中诚信国际整理

图 10: 下调主体地域分布



数据来源: 中诚信国际整理

从下调企业涉及区域来看，一季度共有16个省市的主体发生评级下调。其中海南、广东、重庆分别有8家、4家、3家下调，其它省市下调主体数均不超过2家。

2021年一季度，受信用风险以集团形式爆发并在集团内部传导的影响，公募债券市场评级下调行动次数较去年明显增加。产业类行业共有34家主体评级被下调，金融机构有3家主体评级下调。从下调原因来看，一季度主体级别下调的发行人多为违约或违约主体关联企业，未来仍需关注母公司或集团内部其他子公司信用风险在集团内部传导的影响。从地域来看，海南、广东、重庆分别有8家、4家、3家下调，其它省市下调主体数均不超过2家。总体来看，一季度负面评级行动大幅增多，随着发行主体年度及一季度财报的陆续发布，二季度将进入跟踪评级密集调整期，负面评级行动仍需高度关注。

三、展望：年内债市信用风险释放压力仍存，关注三类信用风险

当前国内经济整体处于持续修复状态，但疫情冲击带来的经济损失缺口尚未完全修复²，同时经济结构有所分化，部分微观主体仍面临运营压力，特别是民营中小企业盈利能力恢复空间受限。与此同时，高债务风险压力下信用周期转换带来资金环境边际收紧，使得金融机构风险偏好下降，实体经济融资难度或进一步增加。考虑到年内信用债到期压力依旧较大，需警惕信用风险释放压力。

从企业经营恢复情况来看，2021年一季度企业生产经营持续恢复，但疫情对企业影响仍尚未消除，小微民营经济、服务类行业损失严重，底层微观主体活力修复尚待时日，部分企业仍面临市场需求不足、成本压力大以及用工困难等经营问题。从年内信用债到期情况来看，根据中诚信国际测算，未来三个季度信用债到期规模合计约8.5-9.3万亿元³，略高于2020年同期水平，在企业经营尚未完全恢复的情况下，发行人自身的偿债压力有所加大。从融资环境来看，自2020年下半年以来，宏观政策逐步由加杠杆向稳杠杆转变，信用债净融资规模已有所回落。2021年3月5日政府工作报告提出“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定”。随着货币政策的边际收紧，年内社融增速或仍有回落空间。4月22日沪深交易所同时发布公司债券审核重点关注事项，明确重点关注发行人公司治理及财务状况，并特别明确对城投和房企等特定类型发行人信息披露要求，未来公司债券发行审核将趋严。在此背景下，预计2021年全年信用债发行规模扩张幅度或有所放缓，在到期规模同比大幅增加的情况下，信用债再融资压力将有所上升。综合以上因素，年内信用风险仍有持续释放的压力，但考虑到随着监管风险防范政策的逐步落

² 引用2021年3月5日“亚布力金融论坛：大变局、后疫情背景下的2021年展望”会议，闫衍《疫后复苏、信用周期转换与风险演变》主旨演讲；《经济延续修复但隐忧仍存，风险资产配置偏向大宗商品——2021年一季度宏观经济形势分析》。

³ 2021年二至四季度信用债到期规模的测算参考《到期压力下发行仍将保持活跃，利差走扩压力可增配优质主体新发债——2021年一季度信用债市场回顾与展望》。

实和各地区风险防控工作的推进，债券市场信用风险总体可控，预计全年公募市场违约率在0.70%-0.80%之间。具体而言，需要重点关注以下三类信用风险：

1、关注产业类行业内尾部弱资质企业债务偿付情况

在经济与信用周期错位运行、叠加“双缺口”压力的背景下，债务偿付压力较大的行业内尾部低资质企业信用风险的暴露仍难以避免。从产业类行业债券到期压力来看，电力生产与供应、综合、房地产和交通运输行业年内到期规模均在3000亿元以上，均较去年同期有明显增加，到期压力较高。其中房地产和综合行业还面临较大的回售兑付压力，年内进入回售期的债券规模分别约为2180亿元和1290亿元，位于产业类行业前两位，行业内发行人面临较高的再融资压力。此外，煤炭、建筑和化工行业到期规模也相对较高，规模在2000-2900亿元之间。从发行人资质来看，相对于其他到期压力较大的行业，房地产和化工行业中高级别发行人占比相对较低，AA-及以下的发行人占比分别为8%和18%，民营企业占比均在30%以上，整体发行人资质水平相对较弱。同时，房地产行业已违约发行人占比达到5%，已违约发行人年内到期债券规模合计约190亿元，连环违约风险仍较高。此外，轻工制造、医药和信息技术行业AA-及以下发行人占比相对较高，在16%左右，且民营企业发行人占比超过三分之一。

此外，在产业类主体中还存在最新级别被下调至A-到CC级的发行人，涉及行业较为分散，包括房地产、煤炭、装备制造、轻工制造、医药、化工和信息技术等。此类发行人发生负面评级行动，主要受疫情影响盈利能力大幅下降、预计业绩亏损，疫后自身恢复能力较弱，还有部分发行人已发生债务逾期、展期或垫款等风险事件。虽然相关发行人未发生实质性债务违约事件，但在信用收缩的环境下，面对未来即将到期债务的偿付能力或存在较大不确定性，需关注此类级别变动幅度较大且频繁、盈利能力恢复较慢、外部融资环境承压且未来到期压力较大的发行人债券兑付情况。

图 11：2021 年二至四季度各产业类行业到期及回售规模

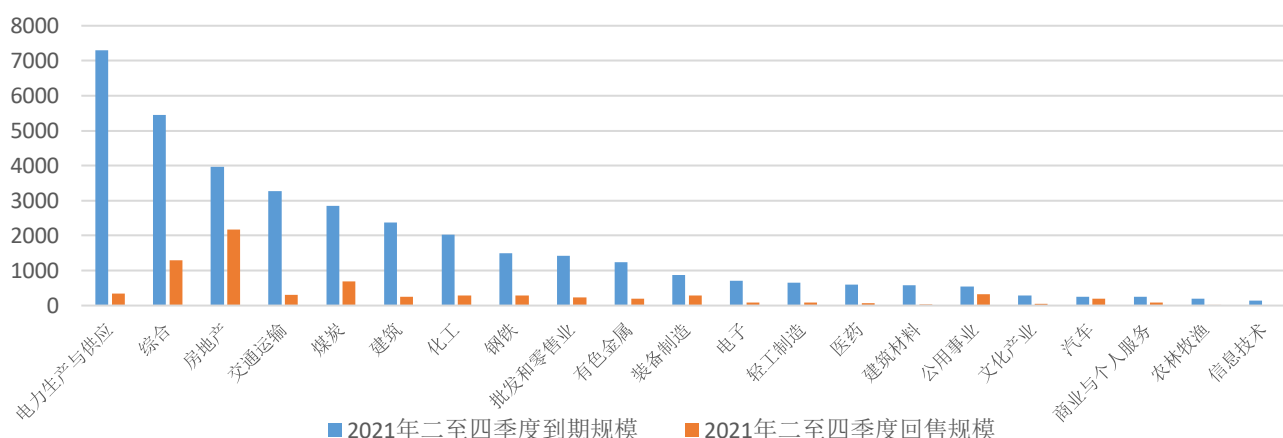


图 12: 2021 年各产业类行业面临债券到期或回售的发行人主体等级分布 (按发行人数量)

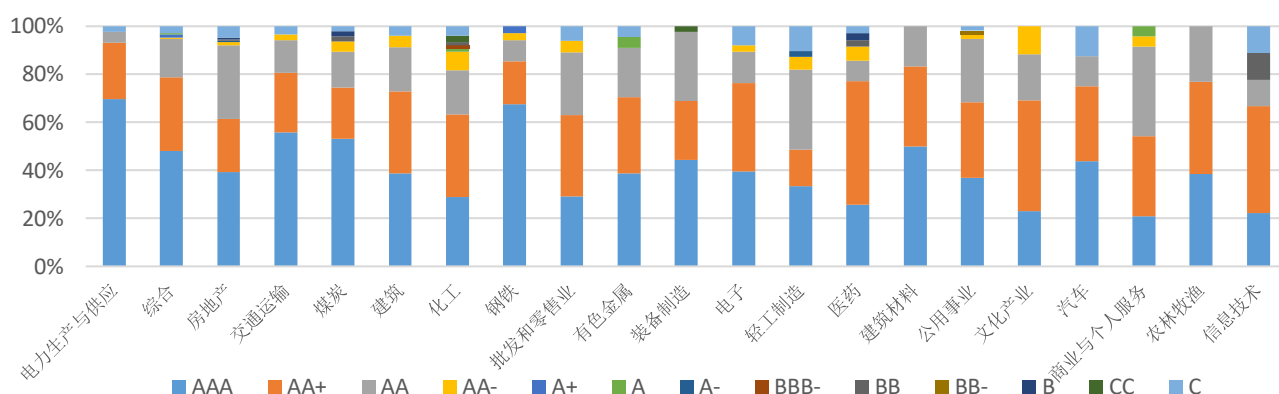
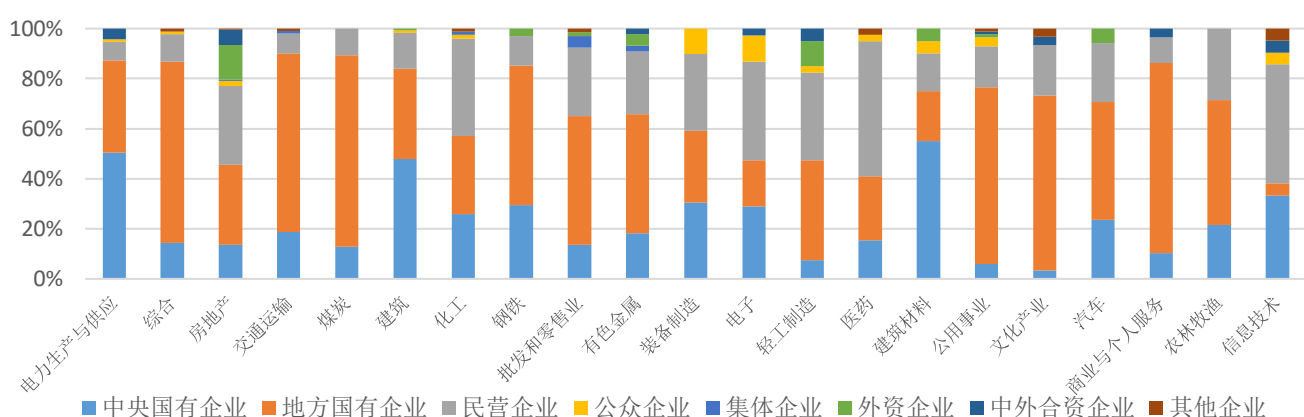


图 13: 2021 年各产业类行业面临债券到期或回售的发行人企业性质分布 (按发行人数量)



数据来源: 中诚信国际整理

2、关注弱区域、弱资质城投企业债务兑付情况及被动破产风险

前期对冲疫情的稳增长政策导致债务累积和杠杆率快速上涨，特别是政府部分杠杆水平较高。截至2021年一季度末，城投企业发行的存续债中将于2021年4-12月到期及回售规模合计越2.75万亿元⁴，再融资压力较高。与此同时，随着交易所、交易商协会等监管机构对城投企业采用分档管理政策的实施⁵，地方债务风险与城投企业债券融资直接挂钩，这将进一步加剧城投债的信用分层。叠加受疫后各地区经济修复程度、财政实力分化的影响，导致不同地区地方政府对城投企业债务偿付的支持能力及辅助意愿存在一定差异，预计不同区域城投企业偿债能力将继续分化，部分债务压力大、财政实力差的弱区域的城投企业债券发行或将受到一定约束，再融资难度亦将加大。

此外，今年3月国常会提出“政府杠杆有所降低”⁶，而在地方政府部门直接债务压降空间不足的情况下，本轮降杠杆将以压降城投企业相关隐性债务为主。本次国常

⁴ 城投债到期规模测算参见《风险偏好下沉城投债持续扩容，结构分化加剧城投信仰或打破——城投行业 2021 年 1 季度回顾及下阶段展望之市场运行篇》

⁵ 据媒体新闻，自今年年初以来，交易所或交易商协会均将会对城投债进行分档审理，但分档名单并不对外公布，且对于不同档位的发债主体，监管对其募集资金用途有不同的限制。如“红黄绿”分档审理城投债、取消“单 50”限制，实行名单制等政策。

⁶ 2021 年 3 月 15 日国常会首次提出“降低政府部门杠杆率，或许需要从广义的视角看待政府杠杆率。”

会的政策指向，不但将进一步管控政府部门的融资力度，也加大了城投企业去杠杆的压力。4月国务院⁷进一步强调要防范化解地方政府隐性债务风险，并提出要清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。随着隐性债务化解工作的加速推进，融资平台企业或将被逐渐剥离政府融资职能并向市场化转变，同区域内平台地位较低、资质相对较弱、偿债能力不足的城投企业或将面临破产重整的风险，城投信仰将逐步打破。

总体来看，在当前政府部门降杠杆的背景下，区域间城投企业及同一区域内不同资质城投企业信用风险分化或进一步加强，需关注弱地区、弱资质城投企业债务兑付情况及被动破产风险。虽然目前城投企业债券仍未发生过实质违约事件，但近年来非标风险事件以及债券延期或代偿事件增多，仍需关注城投融资受限、偿债承压背景下的非标违约及担保代偿事件向债市传导蔓延风险。

3、关注企业集团内部信用风险联动

一季度，企业集团内部多主体风险联动事件较多，集团化组织的企业内部治理及经营管理缺陷、关联方资金占用、母公司控制权集中等问题逐渐凸显，前期业务发展累积的债务风险隐患逐渐暴露，并在集团内部传导。

具体而言，企业集团内部信用风险联动效应的形成原因主要涉及两方面：一是在企业集团发展至一定规模，在扩张型发展战略的推动下易形成依赖债务驱动业务扩张的经营模式，但若新业务经营状况未达到预期，或由于新业务带来的挤出效应，使得传统业务发展态势下滑，将带来集团整体经营效率的下降，经营相关业务的子公司经营业绩将不及预期，此时若外部融资环境受限，企业集团内部将面临资金链中断风险。若率先受到债务风险的冲击是集团母公司，则债务风险更易于向子公司传染，传染范围更广。二是在集团企业成员之间普遍存在较多关联交易行为，主要包括控股子公司间的内部借贷、相互担保以及产品或服务交易所形成的应收或应付账款和资产的买卖等。这些内部交易行为的建立进一步加强了集团内部成员企业间的关联性，在其中一方爆发违约风险时，关联交易形成的资金链条便成为风险传染的路径。此外，在集团中拥有绝对控股权的企业存在会利用其控制权对下属企业进行资本转移的可能，特别是在资金紧张时期，此类控股股东的利己行为会更突出。若企业集团内部治理不完善，企业控制权与现金流权相偏离，导致企业内现金使用缺乏效率，将为集团企业未来的债务风险埋下隐患。在当前债务兑付压力上升、信用环境边际收紧的环境下，仍需高度关注信用风险在企业集团内部传导的问题。

⁷ 2021年4月13日，国务院下发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》指出，把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。